

FAITS SAILLANTS

Revue économique

- Les marchés financiers globaux ont affiché des résultats mitigés au troisième trimestre alors que les marchés boursiers ont généralement enregistré des rendements positifs.
- La croissance économique américaine devrait vraisemblablement se poursuivre sur la base d'un autre trimestre de croissance supérieure à la tendance. Nous pensons que l'écart entre les taux de croissance de l'Amérique du Nord et celui du reste du monde devrait se refermer pendant que la politique fiscale de stimulation s'estompe aux États-Unis.

Perspectives d'investissement

- Au moment où les évaluations atteignent des sommets historiques, il serait imprudent de prendre trop de risque.
- Les évaluations seront sujettes à une volatilité significative, si le processus de retrait de liquidité n'est pas exécuté parfaitement.

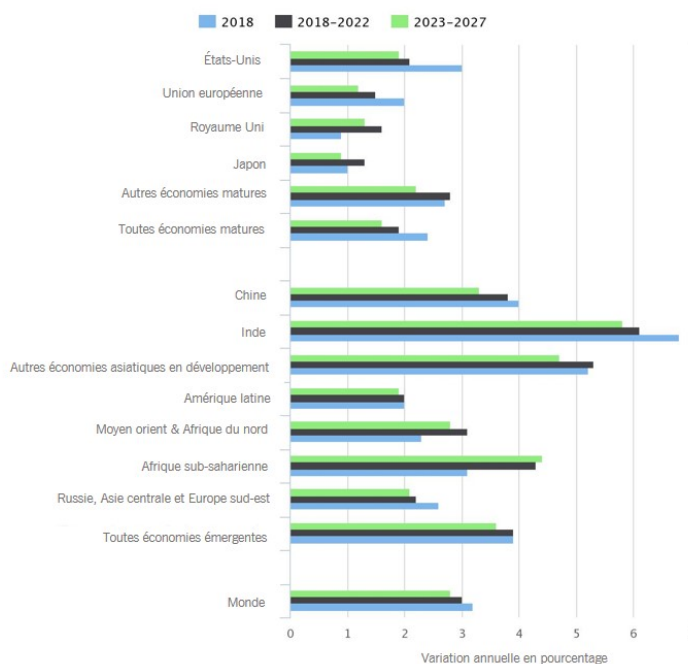
REVUE ÉCONOMIQUE

Les marchés financiers globaux ont affiché des résultats mitigés au troisième trimestre, alors que les marchés boursiers ont généralement enregistré des rendements positifs. Parallèlement les marchés obligataires ont souffert de la pression continue des banques centrales pour augmenter les taux d'intérêt. À la fin du trimestre, le marché boursier américain menait au niveau des rendements, tandis que le marché chinois tirait encore de l'arrière. Au même moment, le marché boursier canadien gagnait légèrement, malgré les résultats décevants du secteur de l'énergie et du secteur aurifère qui ont atténué l'apport des titres bancaires et de l'exploitation du cannabis.

La croissance économique devrait se poursuivre compte tenu qu'on vient de connaître un autre trimestre de croissance supérieure à la tendance, frôlant 4% en termes réels, comparativement à une tendance moyenne de seulement 2% au cours des dix dernières années. Les solides résultats des entreprises, ainsi que les politiques monétaires et fiscales accommodantes ont contribué à un environnement économique favorable. Le Canada a aussi enregistré des résultats prometteurs au niveau de la croissance, grâce à des contributions positives provenant des exportations des nouvelles constructions résidentielles. De façon contrastante, la croissance dans la zone euro s'est légèrement assouplie et les marchés émergents sont toujours affectés par la faiblesse en Chine. Nous croyons que l'écart entre les taux de croissance de l'Amérique du Nord et celui du reste du monde s'estompera une fois que le stimulus de la politique fiscale diminuera aux États-Unis. Sur une base historique, la faiblesse économique globale finira par s'infiltrer dans l'économie américaine. Suralimenter l'économie américaine

avec une stimulation fiscale aussi tard dans le cycle d'affaires risque de surchauffer l'économie et rendre caduques les efforts de la Réserve fédérale (la Fed) qui visent à amortir l'atterrissage de la croissance économique. Historiquement, l'expansion actuelle de l'économie américaine est la deuxième en importance, en raison de sa faible volatilité qui s'explique par les facteurs à long terme suivants : 1) l'évolution de l'économie américaine vers une économie basée sur les services, avec moins d'impacts provenant des fluctuations de l'activité industrielle; 2) une faible augmentation de la main d'oeuvre; 3) des expectatives sur l'inflation mieux fondées; et 4) le développement d'une chaîne d'approvisionnement globale pour la production, transférant une partie de la volatilité outremer. De plus, unique à ce cycle, est l'influence additionnelle de la crise financière de 2008.

Croissance du Produit intérieur brut 2018-2027



Source : Perspectives économiques mondiales 2018 du Conference Board – mai 2018

Outremer, l'environnement politique en Italie continue de susciter des inquiétudes pour les marchés européens. Le succès électoral des partis plus extrêmes a mis en évidence les incertitudes entourant les déficits budgétaires et les niveaux d'endettement des gouvernements. La relation entre l'Italie et l'Union Européenne (UE) est devenue très intense avec la menace pressante du retrait de l'Italie de l'Union Européenne et de la zone euro. Cette situation met en lumière l'incohérence d'avoir une union monétaire sans une union fiscale. Entretemps, les tensions commerciales internationales entre les États-Unis et la Chine continuent d'escalader. Jusqu'à maintenant, les marchés américains absorbent ces tensions sans coup férir, prévoyant peut-être que l'impact d'une croissance négative n'affectera que le reste du monde. Les entreprises des marchés émergents nous informent

que des intentions d'investissement sont reportées jusqu'à ce que les négociations commerciales deviennent plus saines. Les attentes sont biaisées, suite au récent accord sur l'ALENA, maintenant appelé AEUMC, qui a été conclu entre le Canada et les États-Unis.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Le troisième trimestre a vu apparaître une hausse des taux d'intérêt globaux en réaction à une croissance économique décente, et aux augmentations continues des taux d'intérêt par les banques centrales du Canada et des États-Unis. Après un retard par rapport au programme de la Fed visant à normaliser les taux d'intérêt, la Banque du Canada a haussé son taux directeur de 0,25% à 1,50%, pour appaier l'augmentation de 0,25% de la Fed. Si l'opportunité se présentait, la Banque Centrale Européenne (BCE) procéderait probablement à une augmentation des taux, car elle est toujours en territoire négatif, à -0,4%. La Banque du Japon s'est permise plus de flexibilité concernant son objectif de rendement et, conséquemment, le rendement des obligations gouvernementales de dix ans est passé de 0,02% à 0,12%. Dans l'ensemble, il est évident que les banques centrales désamorcent l'expansion sans précédent de la liquidité de la dernière décennie. L'indice du FTSE TMX Canada Univers a affiché une de ses pires performances des récentes années, en perdant 1,0%.

Les rendements des obligations de dix ans des gouvernements canadien et américain ont augmenté de 0,3% approximativement durant le trimestre. La plupart des hausses de taux d'intérêt peut être attribuée à l'augmentation des rendements réels, résultant de l'accroissement des attentes quant à la croissance économique plutôt que les attentes liées à l'accélération de l'inflation. Généralement, les perspectives de croissance pour le Canada demeurent modérées en raison de l'effet de levier extrême dans le secteur immobilier résidentiel et de la sensibilité de ce secteur à des taux d'intérêt plus élevés. Les marchés ont tenu compte de cette divergence en termes de perspectives de croissance avec les États-Unis, alors que les rendements réels au Canada sont inférieurs de 0,3%. Entretemps, les obligations corporatives ont récupéré une partie de leur sous-performance depuis le début de l'année. Cette récupération est indubitablement liée au scénario d'une meilleure croissance et d'une grande stabilité des marchés émergents tard dans le trimestre. La qualité demeure faible, comme anticipée à la fin d'un cycle de crédit, tandis que les conventions de prêt favorisent les prêteurs plutôt que les emprunteurs.

MARCHÉS D' ACTIONS

Malgré la rhétorique entourant les gros titres au sujet du commerce, les performances des marchés d'actions sont demeurées positives durant le trimestre. Le marché américain a dominé, avec une participation étendue et inclusive de la reprise qui est en cours dans le secteur de la santé. À l'autre bout du spectre, les marchés émergents ont été faibles, surtout en raison de la Chine, qui compose presque un tiers de l'indice MSCI Marchés émergents. À l'intérieur du marché chinois, les titres clés dans le secteur de la technologie ont sous-performé après de forts résultats

en termes absolus, au cours des récents mois. Le marché canadien est resté stable durant le trimestre, alors que la progression excessive des titres liés à l'exploitation du cannabis a compensé la régression des titres aurifères. D'autres marchés internationaux ont aussi été marginalement positifs, avec des poches de recul, dans ces marchés tout comme pour les actions qui détiennent une plus grande exposition aux flux globaux du commerce. Des rendements négatifs sur les marchés du Royaume-Uni et de Hong Kong peuvent être perçus comme emblématiques de cette tendance.

Rendements des marchés (au 30 septembre 2018)

(%)	3 M	1 An	5 Ans	10 Ans	15 Ans
S&P/TSX	-0,6	5,9	7,8	6,3	8,2
S&P 500 (C\$)	6,0	22,0	19,3	14,2	9,3
S&P 500 (US\$)	7,7	17,9	13,9	12,0	9,7
Russell 2000 (US\$)	3,6	15,2	11,1	11,1	10,1
DJIA (C\$)	7,3	22,2	17,1	11,5	6,9
DJIA (US\$)	9,0	18,1	11,8	9,3	7,2
M SCI EAEO Net (C\$)	-0,2	6,3	9,3	7,5	6,5
M SCI EAEO Net (US\$)	1,4	2,7	4,4	5,4	6,8
M SCI Marchés émergents (US\$)	-0,9	-0,4	4,0	5,8	10,0
FTSE TMX Canada Univers	-1,0	1,7	3,3	4,4	4,6
FTSE TMX Canada 91 J. B. Trésor	0,3	1,2	0,8	0,8	1,7
C\$/US\$	1,8	-3,2	-4,5	-1,9	0,3

Convertis au \$C avec les taux de 16 heures à Londres, et annualisés pour les périodes de plus d'un an.

PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT

Au cours de cinq cycles de stimulation depuis 1981, la Fed a réduit le taux des fonds fédéraux en moyenne de 6,17%, à l'intérieur des limites de 5,5% à 6,75%. Présentement, le taux de la Fed est de 2,0%, mais grimpera vraisemblablement à 3,0% au cours de la prochaine année. Le cas échéant, la Fed et les banques centrales des pays développés auront moins de capacités d'intervention pour stimuler l'appétit des emprunteurs par le biais de taux d'intérêt plus faibles, lors de la prochaine récession. Au cours des dernières décennies, les rendements basés sur la relation entre les faibles taux d'intérêt et les dépenses des consommateurs financées par la dette ont diminué, alors que les ménages ont démontré moins d'appétit pour accroître leurs niveaux d'endettement. Ceci explique les mesures drastiques entreprises par les banques centrales qui consiste à acheter des actifs, méthode autrement connue comme un allègement quantitatif.

Le fait de s'appuyer excessivement sur la politique monétaire a créé des excès financiers comme: la bulle et le déclin des tech/telecom, il y a maintenant 20 ans, la bulle immobilière/hypothécaire de faible qualité qui a précédé la grande crise financière de 2008, et présentement, la bulle de l'allègement quantitatif et ses excès avec des actifs de longue durée. Ces excès sont évidents en regard des évaluations records concernant les investissements en action privée, comme le capital de risque avec ses licornes (des nouvelles compagnies de technologie avec des évaluations de \$1 milliard et plus, malgré des flux de trésorerie négatifs), la frénésie pour les titres d'exploitation de cannabis et l'engouement pour le Bitcoin, qui a atteint un sommet l'an dernier. En termes de politique fiscale, ce sont des temps extraordinaires, puisqu'il est rare d'avoir une dette

du gouvernement fédéral qui explose et un profil de déficit pendant une période de paix relative et de prospérité. En permettant l'expansion de la dette et des déficits, l'administration américaine a rendu l'utilisation de ces remèdes plus difficile d'un point de vue politique, alors que l'économie se dirige ultimement vers une récession.

Pour maintenir la croyance envers des actifs surévalués, il faut espérer que les taux d'intérêt resteront à des niveaux frisant des records de faiblesse, ou d'un boom engendré par la productivité permettant une bonne hausse des taux d'intérêt réels, que les politiques fiscale et monétaire de stimulation pourront tempérer efficacement les régressions économiques, que les étrangers continueront de financer les déficits américains, que les perspectives d'inflation demeureront contrôlées, et que l'ordre politique global persiste. Ce n'est pas impossible, mais au moment où les évaluations atteignent des sommets historiques, nous jugeons qu'il serait imprudent de prendre trop de risques. De plus, il est tard dans ce cycle d'affaires et financier, et la liquidité diminue. Bien qu'il soit improbable que le profil économique de la plupart des entreprises change dramatiquement, nous croyons que les évaluations seront sujettes à une volatilité significative si le processus de retrait de la liquidité n'est pas exécuté parfaitement. Il est anticipé que l'économie conservera son momentum positif et pourra soutenir les marchés au cours des prochains trimestres. Toutefois, gardons en tête que cette tendance pourrait ne pas perdurer en 2019 et au-delà.

Tous les rendements sont exprimés en dollars canadiens sauf indication contraire.

Sources – TD Securities, S&P et Bloomberg. Ce document est préparé pour circulation générale aux clients de Jarislowsky, Fraser Limitée (JFL) dans l'unique but de fournir de l'information. L'intention n'est pas de fournir des conseils d'investissement, légaux, fiscaux ou de placements personnalisés. Toutes les opinions et estimations contenues dans ce rapport représentent le jugement de JFL au moment d'écrire ces lignes et sont fournies de bonne foi. Toutes les données, faits et opinions présentés dans ce document peuvent changer sans préavis. Ceci ne constitue pas une sollicitation d'affaires. Les rendements passés ne sont pas un indicateur des performances futures. Les rendements futurs ne sont pas garantis. L'utilisation du nom de Jarislowsky, Fraser Limitée ou de toute information contenue dans ce document ne peut être copiée ou redistribuée sans l'approbation écrite de JFL.